



买入

39%↑

目标价格: 人民币 9.93

600426.SS 原目标价格: 人民币 12.20

价格: 人民币 7.17

目标价格基础: 1.8 倍 12 年市净率

板块评级: 中立

华鲁恒升

在低迷期积极抢占市场份额

华鲁恒升的发展战略是凭借其前端合成气的低成本优势, 大力发展多种大宗化学品, 依靠尿素现金流的支撑, 在景气度低迷时进行扩张, 等待景气度反转时实现利润大幅增长, 是化工行业里弹性较高的标的。从估值来看, 目前股价对应 2012 年 17.5 倍市盈率, 并不十分便宜。但 2012 年市净率仅为 1.3 倍, 为历史最低点, 我们认为已进入价值投资区域。我们维持买入评级, 目标价格下调至 9.93 元。

支撑评级的要点

- 2012 上半年公司实现销售收入 30.54 亿元, 同比增长 10%, 而净利润仅为 2.19 亿元, 同比下降 16%, 这主要是由于 DMF、醋酸和己二酸等化工品价格低迷, 以及较高财务成本拖累所致。
- 根据公司新产品投放进度, 在尿素价格有所下滑、化工品价格维持低迷的预期下, 我们预计 2012 年公司将实现净利 3.9 亿元, 同比小幅增长 12%。在假设 2013 年化工品价格略有好转, 加之其醋酸、己二酸产销量提升, 新产品三聚氰胺等贡献, 我们预计公司净利有望增长 47% 至 5.74 亿元。

评级面临的主要风险

- 乙二醇装置持续不能产出合格产品风险。

估值

- 目前公司市净率仅为 2012 年的 1.3 倍, 为历史最低点, 我们认为已进入价值投资区域。考虑公司具有较好的长期投资价值, 我们按照 1.8 倍的市净率, 将其目标价由 12.20 元下调至 9.93 元, 维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0)	(7)	(21)	(37)
相对新华富时 A50 指数	0	(2)	(10)	(22)

发行股数(百万)	954
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,840
3 个月日均交易额(人民币 百万)	65
净负债比率(%) (2012E)	74
主要股东(%)	
华鲁恒升集团	30.63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 17 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,738	5,195	6,879	8,366	9,729
变动(%)	19	10	32	22	16
净利润(人民币 百万)	254	355	390	574	748
全面摊薄每股收益(人民币)	0.387	0.366	0.409	0.602	0.785
变动(%)	(42.0)	(5.6)	11.7	47.3	30.4
先前预测每股收益(人民币)			0.608	0.762	
调整幅度(%)	-	-	(32.7)	(20.9)	
全面摊薄市盈率(倍)	18.5	19.6	17.5	11.9	9.1
每股现金流量(人民币)	0.10	0.61	1.07	1.33	1.62
价格/每股现金流量(倍)	68.6	11.8	6.7	5.4	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	10.1	9.1	6.9	5.3
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.100	0.100
股息率(%)	1.4	0.0	1.1	1.4	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

华鲁恒升的发展战略是凭借其前端合成气的低成本优势，大力发展多种大宗化学品，依靠尿素现金流的支撑，在景气度低迷时进行扩张，等待景气度反转时实现利润大幅增长，是化工行业里弹性较高的标的。从估值来看，目前股价对应2012年17.5倍市盈率，并不十分便宜。但2012年市净率仅为1.3倍，为历史最低点，我们认为已进入价值投资区域。考虑公司具有较好的长期投资价值，我们按照1.8倍的市净率，将其目标价由12.20元下调至9.93元，维持**买入**评级。

化工品价格低迷和较高财务成本拉低2012上半年净利同比下滑16%

华鲁恒升2012上半年实现销售收入30.54亿元，同比增长10%，而净利润仅为2.19亿元，同比下降16%，基本符合我们预期。公司主营收入小幅增长主要得益于尿素高景气度拉动产品价格上涨，新增16万吨产能己二酸的贡献和醋酸产销量持续提升所致。但由于整体宏观经济环境较差，使得公司主要化工品需求低迷，导致产品价格同比下滑较大，尽管主要原料神华煤的价格下滑了30%至700元/吨，但其毛利率仍同比下降了1.4个百分点至15%，使得其主营利润同比仅增长1%至4.58亿元。从期间费用看，尽管公司销售费用和管理费用控制较好，但由于其新建项目较多，使得长期借款从年初26.4亿元增加至38.5亿元，另外部分在建工程项目完工转资后其贷款利息不再资本化，导致公司财务费用同比大幅上升了60%至1.12亿元。较高的借款成本拖累公司净利率从去年同期9.4%下滑至7.2%，净利同比下降了16%。

图表 1.2012 上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 上半年	2012 上半年	同比变动%
营业额	2,778	3,054	10
销售税金	(4)	(2)	(54)
净销售额	2,774	3,052	10
销售成本	(2,319)	(2,595)	12
毛利润	455	458	1
销售费用	(48)	(53)	12
管理费用	(33)	(35)	8
经营利润	375	369	(2)
投资收益	0	0	
财务费用	(70)	(112)	60
资产减值	0	(1)	
其它	1	1	
税前利润	307	258	(16)
所得税	(46)	(39)	(15)
少数股东权益	0	0	
净利润	261	219	(16)
主要比率 (%)			
毛利率	16.4	15.0	
经营利润率	13.5	12.1	
净利率	9.4	7.2	

资料来源：公司数据

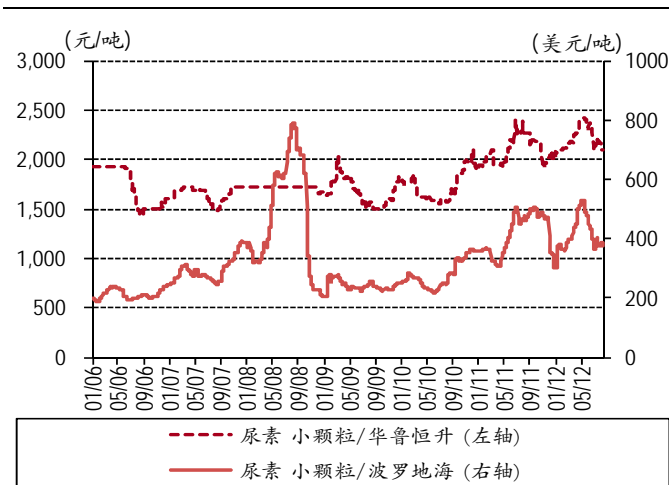
在低迷行情中抢占市场份额

华鲁恒升的发展战略是凭借其前端洁净煤气化的低成本优势，发展后端多种产品的柔性化生产规模，力争做到大宗化工品的最具成本优势的生产商。在整体化工品需求低迷，价格处于底部时期，公司一方面依靠尿素这个主要的现金流支持，一方面由于成本具有明显竞争优势，其并没有停止或降低扩张速度，在发展了醋酸产品后，今明两年将陆续投产己二酸、乙二醇、三聚氰胺和聚醚多元醇产品，借机抢占市场份额，等待行业景气度来临时，公司可以尽可能享受产品价格上涨带来的利润。

目前公司新建两条共 16 万吨己二酸生产装置运行正常，我们预计全年可实现 12 万吨左右的产销量。另外公司仍然计划在今年年底将醋酸产能从 50 万吨扩大至 80 万吨，另外 10 万吨三聚氰胺和 20 万吨聚醚装置计划在 2013 年上半年投产。5 万吨煤制乙二醇正在停车改造，公司预计在 9 月份进行再次试车。

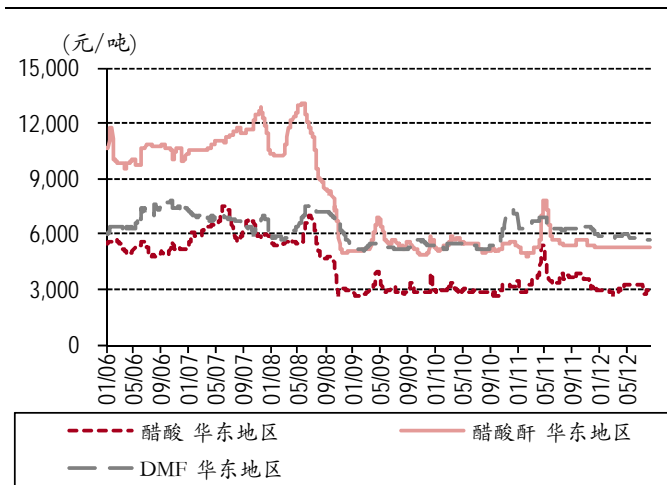
从产品行情来看，我们预计尿素下半年进入淡季后价格将从上半年 2,400 元的高位回落至 2,000-2,200 元的区间。其他化工品 DMF、醋酸、己二酸等在经济没有起色的背景下，我们预计产品价格很难反转，醋酸和己二酸仍然维持微亏状态。展望更远的 2013 年，似乎我们也看不到大幅反转的迹象。

图表 2. 尿素价格走势



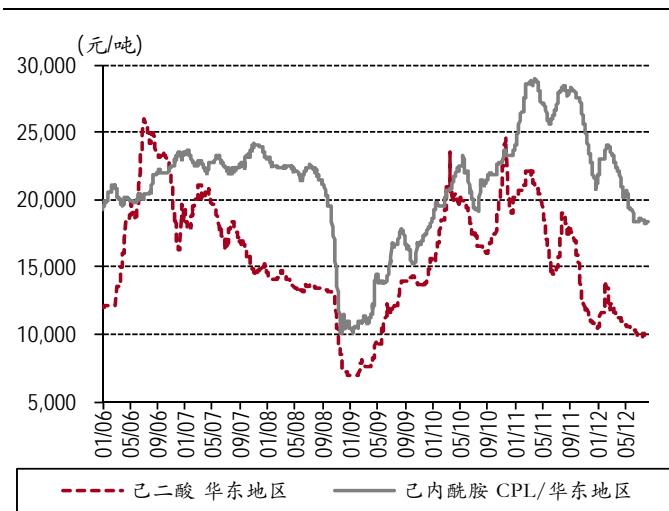
资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 3. DMF 和醋酸价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 4. 己二酸价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

根据公司新产品投放进度，在尿素价格有所下滑，化工品价格维持低迷的预期下，我们预计2012年公司将实现净利3.9亿元，同比小幅增长12%。在假设2013年化工品价格略有好转，加之其醋酸、己二酸产销量提升，新产品三聚氰胺等贡献，我们预计公司净利有望增长47%至5.74亿元。

图表 5.公司盈利假设

	2011	2012E	2013E
尿素销量 (万吨)	108	130	135
尿素价格 (元/吨)	1,950	2,200	2,200
尿素毛利率 (%)	17.7	26	24
DMF 销量 (万吨)	24	25	25
DMF 税后价格 (元/吨)	5,158	4,768	4,768
DMF 毛利率 (%)	15	12	12
醋酸销量 (万吨)	32	50	58
醋酸税后价格 (元/吨)	2,915	2,396	2,696
醋酸毛利率 (%)	15	0	5
己二酸销量(万吨)		10	13
己二酸税后价格 (元/吨)		9,400	10,256
己二酸毛利率 (%)		(5)	5
三聚氰胺销量 (万吨)			4
三聚氰胺税后价格 (元/吨)			7,692
三聚氰胺毛利率 (%)			18
主营业务收入 (百万元)	5,195	6,879	8,366
综合产品毛利率 (%)	14.3	13.1	13.6
净利润 (百万元)	355	390	574
每股盈利 (元)	0.37	0.41	0.60

资料来源：中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,738	5,195	6,879	8,366	9,729
销售成本	(4,116)	(4,452)	(5,982)	(7,226)	(8,341)
经营费用	248	257	335	431	488
息税折旧前利润	869	1,001	1,232	1,572	1,876
折旧及摊销	(427)	(438)	(544)	(686)	(785)
经营利润(息税前利润)	442	563	687	886	1,091
净利息收入/(费用)	(152)	(151)	(229)	(211)	(211)
其他收益/(损失)	9	7	0	0	0
税前利润	299	418	459	675	880
所得税	(45)	(64)	(69)	(101)	(132)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	254	355	390	574	748
每股收益(人民币)	0.387	0.366	0.409	0.602	0.785
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.100	0.100
收入增长(%)	19	10	32	22	16
息税前利润增长(%)	(30)	27	22	29	23
息税折旧前利润增长(%)	(12)	15	23	28	19
每股收益增长(%)	(40)	(7)	10	47	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,350	1,176	892	780	1,425
应收帐款	187	233	309	375	436
库存	389	591	688	837	973
其他流动资产	843	860	661	767	768
流动资产总计	3,769	2,860	2,549	2,758	3,602
固定资产	4,911	7,368	8,774	8,903	8,633
无形资产	43	95	26	26	26
其他长期资产	312	310	522	355	325
长期资产总计	5,266	7,773	9,323	9,285	8,984
总资产	9,036	10,633	11,871	12,043	12,586
应付帐款	469	932	1,015	1,226	1,415
短期债务	350	1,768	1,800	1,800	1,800
其他流动负债	203	222	96	59	60
流动负债总计	1,022	2,922	2,911	3,085	3,275
长期借款	3,233	2,640	3,500	3,000	2,700
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	636	954	954	954	954
储备	4,144	4,117	4,507	5,005	5,658
股东权益	4,780	5,071	5,461	5,958	6,611
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,035	10,633	11,871	12,043	12,586
每股帐面价值(人民币)	7.52	5.32	5.73	6.25	6.93
每股有形资产(人民币)	7.45	5.22	5.70	6.22	6.90
每股净负债/(现金)(人民币)	1.94	3.39	4.62	4.22	3.22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	299	418	459	675	880
折旧与摊销	427	438	544	686	785
净利息费用	152	151	229	211	211
运营资本变动	(582)	(215)	90	4	8
税金	(45)	(64)	(69)	(101)	(132)
其他经营现金流	(152)	(151)	(229)	(211)	(211)
经营活动产生的现金流	100	577	1,024	1,264	1,541
购买固定资产净值	(866)	(2,133)	(2,200)	(800)	(500)
投资减少/增加	1,812	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	946	(2,133)	(2,200)	(800)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	736	825	892	(500)	(300)
支付股息	(186)	(225)	0	(76)	(95)
其他融资现金流	155	(218)	0	0	0
融资活动产生的现金流	705	382	892	(576)	(395)
现金变动	1,751	(1,174)	(284)	(112)	646
期初现金	599	2,350	1,176	892	780
公司自由现金流	1,046	(1,556)	(1,176)	464	1,041
权益自由现金流	1,782	(731)	(284)	(36)	741

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	19.3	17.9	18.8	19.3
息税前利润率(%)	9.3	10.8	10.0	10.6	11.2
税前利润率(%)	6.3	8.1	6.7	8.1	9.1
净利率(%)	5.4	6.8	5.7	6.9	7.7
流动性					
流动比率(倍)	3.7	1.0	0.9	0.9	1.1
利息覆盖率(倍)	2.9	3.7	3.0	4.2	5.2
净权益负债率(%)	25.8	63.7	80.7	67.5	46.5
速动比率(倍)	3.3	0.8	0.6	0.6	0.8
估值					
市盈率(倍)	18.5	19.6	17.5	11.9	9.1
市净率(倍)	1.0	1.3	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	68.6	11.8	6.7	5.4	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	10.1	9.1	6.9	5.3
周转率					
存货周转天数	27.9	34.4	33.9	33.3	33.9
应收帐款周转天数	8.2	14.7	14.4	14.9	15.2
应付帐款周转天数	32.0	49.2	51.7	48.9	49.6
回报率					
股息支付率(%)	25.0	0.0	19.6	16.6	12.7
净资产收益率(%)	6.7	7.2	7.4	10.1	11.9
资产收益率(%)	4.9	4.9	5.2	6.3	7.5
已运用资本收益率(%)	6.3	6.3	6.8	8.2	10.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371